



股票

## 小型企業的 環境、社會及管治因素： 被忽視的投資機會？



**Rosie Simmonds**，  
特許金融分析師  
投資經理

霸菱視野

當論及環境、社會及管治 (ESG) 因素時，小型企業面臨其獨有的挑戰，這亦可以為主動型投資經理提供機會，以物色未被識別的增長型及價值被低估的公司。

繼2020年的動盪事件後，規模較小的股票市場出現大幅反彈。事實上，這次反彈受一系列利好因素所推動，包括市場對疫苗接種進展持樂觀態度、經濟重啟，以及各國政府繼續提供政策支持。特別是，受封城措施嚴重影響的較高週期性行業帶頭反彈，如商品、採礦及能源業。雖然增長前景良好的優質企業最近重拾增長動力，但隨著經濟重啟，基本因素（包括ESG因素）在某些情況下處於較週期性增長次要的位置。

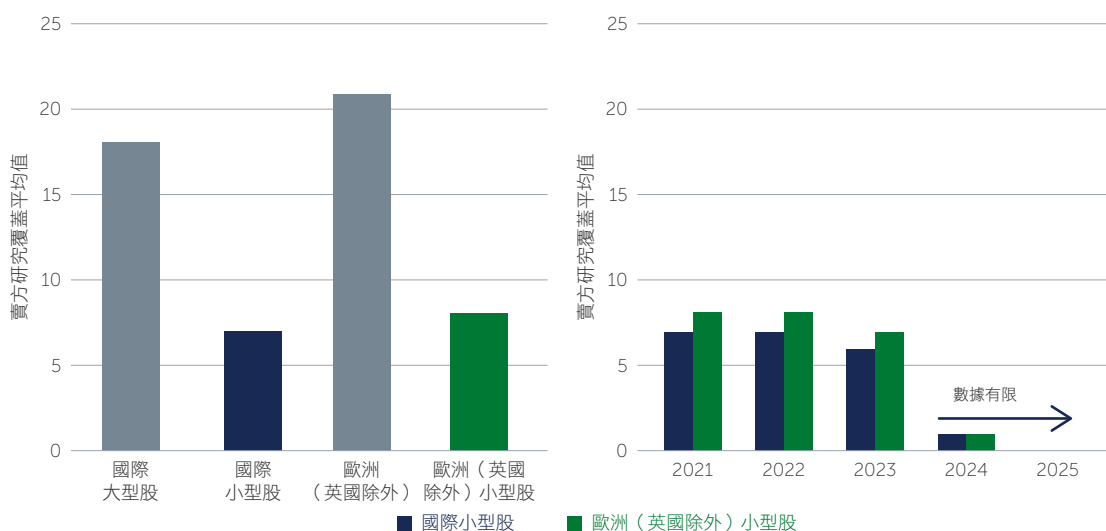
我們認為這種情況為專注於基本因素的長線投資者帶來具有吸引力的投資機會，以物色小型股市場中未被識別的增長型及價值被低估的公司。考慮到環球各國為減緩氣候變化而加強監管並對此增加投資（包括《巴黎氣候協定》及《歐洲綠色協議》），我們相信ESG因素將在這方面發揮重要作用。

## 挑戰

### 企業數目眾多，研究資源不足

歐洲小型股指數約有1,000家企業，而國際小型股指數約有2,300家企業，但還有更多小型公司未被納入到這些標準化基準指數中，因此，這裡領域存在大量的潛在投資機會。然而，在研究覆蓋範圍方面，該投資領域的規模亦帶來挑戰；事實上，研究每隻股票的賣方分析師往往要少得多，而且發佈的資訊及盈利預測往往僅側重於短期數據（圖一）。整體而言，研究覆蓋範圍的不足反映投資於小型企業的挑戰，同時亦意味著對ESG因素的研究覆蓋範圍不夠全面。

圖一：小型企業的賣方研究覆蓋範圍相對較小，且側重於短期數據



資料來源：霸菱、MSCI及Factset。截至2021年6月。

此外，來自第三方供應商的ESG數據可能存在很大差異。儘管關於管治及環境因素的資料越來越多，但關於社會問題的數據雖有所增加，卻仍然相對稀缺。即便如此，由於ESG並非一項簡單的議題，「一刀切」的做法亦很少奏效；意味著即使可以獲得第三方數據，亦往往更多是作為輸入數據以供考慮，而非對一家公司ESG狀況的綜合衡量。然而，這在更大程度上是一個行業性問題，而非小型企業的具體問題，但儘管如此，對ESG因素進行量化及評分，並在不同公司之間進行比較，仍然具有挑戰性。

### 專用於ESG的資源較少

當溝通及解決ESG問題時，小型企業亦可能會面臨挑戰。畢竟，與大型企業相比，小型企業用於評估、披露以及報告ESG及可持續性問題的資源往往更為有限。當所需的披露及ESG法規迅速發展及收緊時，就所有企業（無論規模大小）而言，小型企業可能面臨不成比例的負擔。因此，小型企業可能難以提供補充或更深入的ESG數據，亦可能會作出較少披露，特別是那些並無負責可持續性問題的大型或專門團隊的小型企業。《歐盟可持續金融分類法》<sup>1</sup>聲明就是箇中例子，該聲明致力於幫助物色可持續投資的擬議分類法。

雖然這對防止「漂綠」帶來正面影響，並且應有助於投資者作出更可持續或以ESG為導向的投資決定，但企業提供適當數據需要時間及資源，加上接觸決策者及監管機構的渠道較為有限，這可能會對小型企業在發展中的分類法規則下的定位帶來負面影響。因此，一些小型企業表面上的ESG狀況可能會遜於實際水平。

### 投資機會

雖然這些挑戰不容小覷，但亦提供可以物色未被識別的增長型及價值被低估的公司的投資機會。例如由於小型股市場存在資訊鴻溝，時常有機會在市場上物色到被低估的優質企業；這些公司擁有實力雄厚的管理層團隊、良好的長遠前景，以及良好的ESG展望。我們認為那些擁有資源及廣泛專業知識來深入研究這個龐大而多元化的市場的主動型投資經理處於特別有利的位置。

## 當前的投資機會

一家芬蘭包裝公司近年對其可持續發展策略進行革命性改革。雖然該公司仍在使用一些即棄塑膠，但已設定明確的可持續發展目標，推出使用可持續材料的創新包裝產品，並且在如何回收方面採取十分周全的方法。我們認為該公司擁有穩健的基本因素，ESG憑據亦有顯著改善，有望實現強勁的長遠增長，但其目前股價卻未有反映這一點。

1. 根據歐盟委員會資料顯示，目前歐盟關於非財務報告的規定適用於員工人數超過500人的大型上市公司。整體而言，任何規模的企業（包括小型企業）都可以使用《歐盟可持續金融分類法》向投資者或利益相關者解釋他們是否在實施或計劃實施符合該分類法的綠色活動。只有在企業社會責任資訊披露（CSRD）範圍內的大型企業才需要作出披露，但許多小型企業可能會發現，自願披露其符合該分類法的活動會有莫大裨益。

鑑於小型企業在為可持續發展投入大量資源時所面臨的種種挑戰，有市場人士認為小型企業相對於大型企業採納ESG的速度較為緩慢。但實際上，許多小型企業在可持續性及ESG方面所做的努力較表面看來要多很多。值得重申的是，我們認為這些未被識別或被忽視的努力往往會為長遠增長帶來強勁潛力，還會為提升企業質素及股價大幅上升奠定基礎。

## 當前的投資機會

環球各國政府及企業都制定雄心勃勃的溫室氣體減排目標。在歐洲，建築（無論是現有還是在興建中的）是能源消耗大戶之一，佔歐盟總排放量的三分之一以上。而事實上，歐盟國家大部份建築的能源效益並不高。我們認為這為參與這次勢在必行的革新浪潮的小型企業帶來巨大的機會。在這方面，我們特別看好的公司包括一家提供節能地暖系統的荷蘭公司、一家在環保保溫技術領域處於領先地位的丹麥公司，以及一家提供節能牆系統及隔熱板的奧地利公司。我們認為這些新興的建築及裝修公司的市場潛力目前被低估。此外，這些公司擁有強勁的競爭優勢，可以搶佔潛在的市場份額，但尚未受到市場關注。

由於這些公司規模較小，通常亦有更大的參與機會。我們認為與企業管理層團隊進行頻繁而深入的交談（而不是簡單排除那些不合條件的企業），不僅可以更好地判斷一家企業是否朝著正確的方向發展，還可以帶來創造價值的機會。小型股市場是參與的首選，原因有以下數點。首先，與大型企業相比，投資者往往更容易接觸到小型企業的管理團隊，意味著有更多機會與關鍵決策者進行溝通交流，以推動企業作出正面的長遠轉變。此外，由於規模較小，這些企業在作出轉變時往往更為靈活。

## 霸菱的方針：尋求優越的經風險調整後回報及更佳ESG實踐

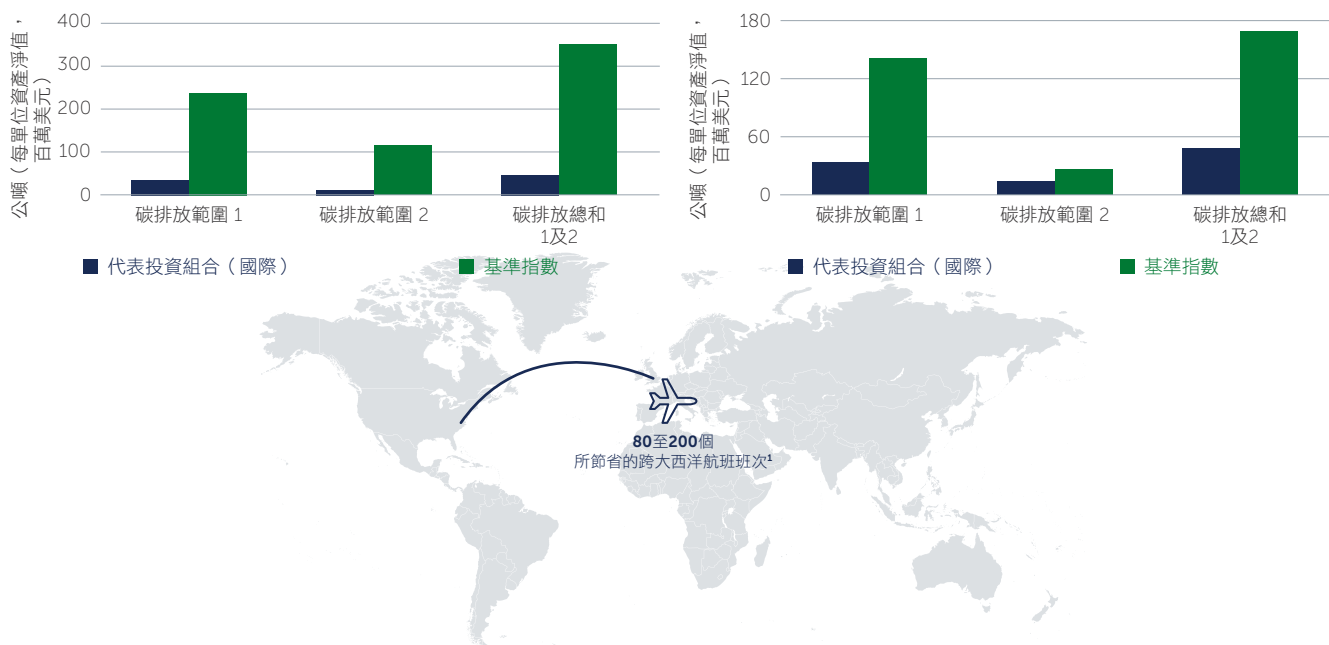
在霸菱，我們秉持將ESG因素納入「由下而上」的基本因素投資分析及決策，採取動態的前瞻性方法來分析某家企業的ESG實踐，並且主動與企業管理層溝通以改善其ESG表現。此外，我們亦發現將ESG納入我們的投資流程對提供更好的長遠經風險調整後回報至關重要；就我們考慮的每個投資機會而言，我們龐大的股票分析師團隊不僅進行ESG分析，同時還會對其他基本因素進行嚴謹的「由下而上」分析。

作為ESG納入流程的一部份，我們開發了數套流程及工具，藉此我們可以全方位審視投資組合；這不僅限於小型企業，還涵蓋我們整個股票投資平台。例如，我們能夠為某一投資策略製作一份ESG概況，該概況涵蓋一系列環境、社會及管治因素，包括減排目標、童

工禁令、公司董事會中女性董事的比例等；並將這些因素與相關基準指數進行比較。除有助於確保我們從ESG角度投資合適的企業外，亦令我們能夠發現數據中的鴻溝，並專注於在我們認為最有影響力的領域，並與企業溝通交流。

另外，我們還研發了一套工具，我們不僅可以藉此專門研究內部投資組合的碳排放水平，同時還可以研究相對於基準指數的水平。由於我們是主動型投資經理，我們可以靈活地從投資組合中剔除一些於該領域中高污染及高碳排放的企業。因此，我們小型股票投資策略的碳足跡遠低於其相關基準指數。這意味著每單位美元的碳密度較低（就每投資一美元而言）；與被動型交易所買賣基金比較，投資於主動型策略相當於節省80至200個跨大西洋單程航班班次（圖二）。

圖二：碳足跡（及節省碳排放量）相對於基準指數



資料來源：霸菱及Sustainalytics。截至2021年6月30日。

1. 該投資策略每投資100萬美元，就能節省80至200個航班班次。數據基於Carbon Independent估計從倫敦飛往紐約的單程二氧化碳排放量為1.5公噸計算。我們基於範圍1及2的排放進行碳排放量分析，藉以比較投資組合相對於基準指數的碳排放。分析採用第三方數據供應商的碳排放數據，以及霸菱內部基於公司的行業、地區及規模作出的估計。為計算投資組合的碳足跡，我們估算所持每一家公司的每股碳排放量，乘以投資組合持有的股份數目，再將所有持倉的碳排放量相加。所示的碳足跡已按每100萬美元資產淨值調整。基準指數採用相同方法計算碳排放。



就目前情況來看，ESG風險並未有反映在公司的資產負債表上，因此可能無法透過傳統的基本因素財務分析予以呈現或量化。然而，憑藉我們的ESG框架，我們將對某家公司的見解及就該公司收集到的數據納入該公司的定性評估及我們專有的股權成本模型，從而可能導致所需要的股本成本增加或減少，進而令估值吸引力增強或減弱。我們透過對ESG風險進行量化，能夠對企業的當前狀態及前景有一個更全面的看法；從長遠而言，我們藉此投資方式有望實現優越的經風險調整後回報，同時亦努力為人類及地球創造更美好的長遠結果。

## 重要啟示

小型企業往往在獨特/專門領域營運，而這些領域規模太小，未能引起新進入者太多的興趣。但正是這些令人興奮的獨特領域，令小型股資產類別極具吸引力，特別是考慮到許多小型企業在ESG方面取得的進步。此外，本質上，小型企業往往較大型企業更加靈活，因此，通常可以快速靈活地應對持續變化的市況及不斷發展的法規（無論是ESG相關與否的法規）。基於這些原因，以及考慮到這個廣泛市場的多元化，我們認為小型股市場會繼續提供廣泛的選股及增長機會，而擁有廣泛專業知識及大量資源的主動型投資經理處於特別有利的位置，能夠物色被忽視的投資機會的位置。

霸菱為一家管理3,829億美元\*資產的環球投資管理公司，致力物色不同的投資機遇，並在公共及私募固定收益、房地產及專門的股票市場構建長線投資組合。作為美國萬通的子公司，霸菱的投資專才常駐北美、歐洲及亞太區，旨在為其客戶、社區及員工提供服務，並竭力實踐可持續發展及負責任的投資。

#### 重要資料

本文件僅供資訊用途，概不構成買賣任何金融工具或服務的要約或邀請。在編製本文件所載資料時，並未考慮可能接收本文件人士的投資目標、財務狀況或具體需要。本文件並非、亦不得被視為投資建議、投資推薦或投資研究。

有意投資者在作出投資決策時，必須依賴自行對投資對象的優點及所涉及風險的判斷，在作出投資決定前，有意投資者應尋求適當的獨立投資、法律、稅務、會計或其他專業意見。

除非另有說明，否則本文件所載觀點是霸菱的觀點。這些觀點是基於編製文件當時的事實，本著真誠的態度而提出，有可能發生變動，恕不另行通知。本文件的部份內容可能是以相信為可靠來源的資料為基礎。霸菱已盡一切努力確保本文件所載資料實屬準確，但概不就資料的準確性、完整性或充分性作出任何明示或暗示的聲明或保證。

本文件所載的任何預測是基於霸菱在編製當日對市場的意見，視乎許多因素而定，可能發生變動，恕不另行通知。任何預計、預估或預測未必代表未來將會或可能出現的表現。本文件所載的任何投資績效、投資組合構成或例子僅供說明用途，並非任何未來投資績效、未來投資組合構成及/或投資的指引。任何投資的構成、規模及所涉及風險可能與本文件所載的例子存在重大差異。概不聲明投資將會獲利或不會產生虧損。在適當情況下，貨幣匯率的變動可能對投資價值產生影響。

投資涉及風險。過往表現不可作為未來表現的指標。投資者不應僅根據此資料而作出投資決定。

本文件由霸菱資產管理（亞洲）有限公司發行，並未經香港證監會審閱。

了解更多詳情，請瀏覽 [BARINGS.COM](https://www.barings.com)

\*截至2021年6月30日

21-1755693